

## 汇川技术(300124.SZ)

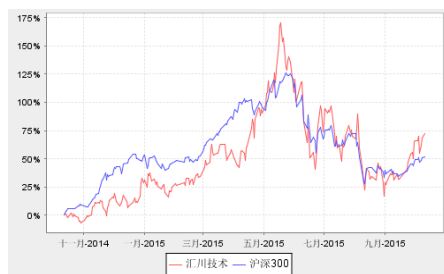
业绩整体符合预期，智能装备增长超预期

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价(元)：**50**  
 首席分析师 联系人  
 曾朵红 于潇  
 S0740514080001  
 021-20315167 021-20315168  
 zengdh@r.qlzq.com.cn yuxiao@r.qlzq.com.cn  
 2016年04月24日

### 基本状况

总股本(百万股)	795
流通股本(百万股)	623
市价(元)	36.36
市值(百万元)	28,919
流通市值(百万元)	22,664

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,242.55	2,770.53	3,553.95	4,332.83	5,234.98
营业收入增速	29.94%	23.54%	28.28%	21.92%	20.82%
净利润增长率	18.94%	21.46%	24.06%	28.89%	26.07%
摊薄每股收益(元)	0.84	1.02	1.26	1.63	2.05
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	43.40	35.73	28.80	22.35	17.73
PEG	1.84	2.16	1.20	0.77	0.68
每股净资产(元)	4.43	5.10	5.87	7.49	9.54
每股现金流	0.67	1.01	-0.34	1.59	1.09
净资产收益率	19.21%	19.93%	21.52%	21.71%	21.49%
市净率	6.59	9.25	6.20	4.85	3.81
总股本(百万股)	795.35	795.35	795.35	795.35	795.35

备注：市场预测取聚源一致预期

### 投资要点

- 2016年一季度业绩增长10.47%，符合市场和我们的预期。**公司2016年第一季度实现营业收入5.68亿，同比增长24.81%；营业利润1.08亿，同比下降2.22%；归属母公司股东净利润1.40亿，同比增长10.47%，扣非后归属母公司股东净利润为1.28亿，同比增长8.11%；基本每股收益为0.18元。公司一季度净利润率为25.09%，同比下降3.77%，主要是期间费用率有所增加。公司一季度订单6.55亿，同比增长24.11%。公司4月9日发布业绩预告为归属上市公司股东净利润1.26亿元~1.45亿元，同比增长0~15%，公司一季报业绩符合市场和我们的预期。
- 通用伺服持续高增长，通用变频和电梯一体机将稳定增长。**智能装备&机器人业务一季度保持较快增长，订单5.57亿，同比增长26.79%。变频器类产品第一季度实现收入2.93亿元，同比增长19%，其中通用变频一季度增长较快，公司的主要下游行业需求较去年有所好转，预计全年会有10-20%增长；电梯一体机一季度增长较好，预计2016年将稳定增长。运动控制类产品实现收入1.08亿元，同比增长58%，其中通用伺服持续高增长，预计第一季度增速有70~80%，主要下游行业3C、锂电景气度较好，预计全年将有50%以上增长；注塑机伺服去年下降约8~9%，随着新产品的导入，预计今年会有所增长。控制技术类产品实现收入0.19亿元，同比增长35%，预计今年会取得较好增长，同时公司已经推出了基于高速总线技术AM600PLC，将提高公司提供完整电气解决方案的能力，预计将会有助于公司变频、伺服等产品的销售。板块其他子公司业务实现收入0.49亿元，同比增长25%。
- 新能源客车电控受核查骗补影响有所下滑，物流车增长较好，乘用车已在多家厂商试机，充电桩产品推广顺利。**新能源&轨道交通板块一季度订单0.98亿，同比增长10.85%，预计订单主要来自新能源汽车板块。新能源汽车业务一季度实现销售收入0.71亿元，同比下降8%，业绩下滑主要是由于受到新能源汽

车查骗补事件影响。但从中长期来说，核查骗补有利于行业健康、有序发展，利好龙头企业，随着骗补核查结束，调整后的补贴政策即将出台，预计下半年公司新能源客车电控将有较好的增长。公司物流车电控订单充足，预计今年将取得较好增长，乘用车电控已在几家客户试机或销售，充电桩产品已进入客户供应商体系，预计 2016 年公司新能源汽车板块将实现 30-50% 增长。

图表 1: 汇川技术订单情况 (万元)

	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2015Q1	Q1 同比
智能装备&机器人	48766	63545	61037	55748	43901	73123	65548	66045	55661	26.79%
新能源&轨道交通	8086	4466	7612	25941	8855	20734	24996	43782	9816	10.85%
合计	56851	68011	68649	81689	52756	93857	90543	109827	65477	24.11%

来源: 中泰证券研究所

- **轨道交通一季度确认收入较少，今年苏州地铁 3 号线交付预计将实现 2 亿以上收入，未来将成为又一重要业务支柱。**轨道交通业务在一季度实现收入确认 0.19 亿元。公司前期中标的苏州项目地铁 3 号线 4.26 亿订单预计将在 2016/2017 年分批交付，预计今年将有 2 亿以上收入确认。公司还在投标深圳、无锡、郑州、西安等地铁项目，由于轨道交通项目金额较大，通常每条地铁 3-4 亿收入，任何一条线中标都将给明年业绩带来较大增长。同时公司利用自身变频研发平台，致力于将斯柯达牵引系统国产化，预计明年年底会有产品推出，预计届时将有效提升轨道交通业务毛利率。
- **一季度毛利率略微下降 0.49%，期间费用率有所增长。**公司 2016 年一季度毛利率 48.53%，同比减少 0.49%，预计主要是由于产品结构改变，全年公司毛利率仍将维持在较稳定水平。公司一季度期间费用率 30.06%，同比增加 4.71%。其中，公司销售费用 0.60 亿，同比增长 37.68%；销售费用率 10.56%，同比增长 0.99%。管理费用 1.15 亿，同比增长 38.35%；管理费用率 20.33%，同比增长 1.99%。财务收入 466 万，较去年 1163 万有所下降，财务费用率 -0.82%，同比增长 1.74%，主要是由于公司定期存款减少、定期利率下降导致利息收入减少。公司将持续控制好人员扩张，进而控制公司期间费用，预计全年费用增速仍会小于收入增速。
- **存货增长 24.62%，应收账款有所减少，资产负债表比较健康。**预收款 1.71 亿，较期初减少 6.22%。存货 7.18 亿，较年初增长 24.62%。应收账款 7.26 亿，较年初减少 7.09%，资产负债表整体比较健康。经营活动产生的现金流量净额为 0.10 亿，同比去年 0.75 亿有所下降。其中经营活动现金流入 6.03 亿，同比增长 0.84%，而经营活动现金流出 5.93 亿，同比增长 13.28%，主要是由于公司兑付到期的自开汇票较上年同期增加，同时公司采用现金支付的材料款、税费、其他费用等增加。
- **盈利预测和估值：**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.26/1.63/2.05 元，同比增长 24/29/26%，考虑到公司新能源汽车电机控制器的龙头地位、电动车已从客车进入乘用车方向，考虑到公司在工业 4.0 有极佳战略位置、考虑到公司成立产业基金将加快外延，给予公司 2016 年 40 倍 PE，目标价 50 元，维持买入评级，中期来看我们坚信公司具备千亿市值的潜力。
- **风险提示：**宏观经济增速下滑、房地产投资增速超预期下降、新产品开发进度低于预期。

**图表 2: 汇川技术单季度分析 (百万元)**

单季度分析	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016
营业收入	441	599	554	649	455	657	759	899	568
营业成本	216	300	273	327	232	330	373	493	292
营业税金及附加	4	5	5	7	4	6	8	9	5
销售费用	51	44	53	60	44	49	60	73	60
管理费用	83	83	88	88	83	98	109	118	115
财务费用	-13	-17	-14	-24	-12	-11	-9	-14	-5
资产减值损失	0	11	0	0	0	6	0	22	0
营业利润	100	174	150	193	110	186	224	204	108
营业外收入	41	34	40	45	38	36	48	60	55
营业外支出	0	0	0	0	0	0	1	0	0
利润总额	140	207	190	238	148	222	272	264	163
所得税	14	17	21	33	17	11	11	33	21
净利润	126	190	169	205	131	211	260	231	142
少数股东损益	6	9	6	3	5	7	4	8	3
归属于母公司所有者的净利润	120	182	163	202	126	204	256	223	140
每股收益(按最新股本)	0.15	0.23	0.20	0.25	0.16	0.26	0.32	0.28	0.18
营业收入 YoY	53.66%	44.43%	20.10%	15.24%	3.17%	9.71%	37.13%	38.55%	24.81%
营业收入 QoQ	-21.72%	35.82%	-7.50%	17.19%	-29.92%	44.43%	15.61%	18.40%	-36.87%
营业成本 YoY	62.26%	58.76%	27.63%	17.68%	7.25%	9.94%	36.70%	50.75%	26.00%
销售费用 YoY	47.25%	4.51%	14.32%	-7.50%	-14.30%	12.26%	14.21%	22.92%	37.68%
管理费用 YoY	62.18%	45.44%	24.34%	25.11%	-0.01%	16.95%	23.73%	33.47%	38.35%
营业利润 YoY	22.99%	29.73%	4.98%	23.85%	10.28%	7.07%	49.49%	5.83%	-2.22%
归母净利润 YoY	54.79%	23.41%	-8.67%	28.35%	5.07%	12.25%	57.21%	10.63%	10.47%
毛利率	50.96%	49.93%	50.76%	49.58%	49.02%	49.82%	50.91%	45.14%	48.53%
期间费用率	27.39%	18.37%	22.84%	19.10%	25.35%	20.70%	21.13%	19.74%	30.06%
销售费用率	11.52%	7.34%	9.48%	9.20%	9.57%	7.51%	7.90%	8.16%	10.56%
管理费用率	18.92%	13.93%	15.93%	13.62%	18.34%	14.85%	14.37%	13.12%	20.33%
财务费用率	-3.05%	-2.89%	-2.56%	-3.72%	-2.56%	-1.65%	-1.14%	-1.54%	-0.82%
净利润率	28.61%	31.76%	30.50%	31.56%	28.86%	32.11%	34.27%	25.74%	25.09%

来源: 中泰证券研究所

**图表 3: 汇川技术财务三张表**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>1,726</b>	<b>2,243</b>	<b>2,771</b>	<b>3,554</b>	<b>4,333</b>	<b>5,235</b>
增长率	44.64%	29.9%	23.5%	28.3%	21.9%	20.8%
营业成本	-814	-1,116	-1,428	-1,859	-2,245	-2,642
% 销售收入	47.2%	49.8%	51.5%	52.3%	51.8%	50.5%
毛利	912	1,127	1,343	1,695	2,088	2,593
% 销售收入	52.8%	50.2%	48.5%	47.7%	48.2%	49.5%
营业税金及附加	-15	-20	-27	-32	-39	-47
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-187	-207	-226	-274	-321	-377
% 销售收入	10.8%	9.2%	8.2%	7.7%	7.4%	7.2%
管理费用	-250	-343	-408	-505	-598	-701
% 销售收入	14.5%	15.3%	14.7%	14.2%	13.8%	13.4%
息税前利润 (EBIT)	459	556	681	884	1,130	1,467
% 销售收入	26.6%	24.8%	24.6%	24.9%	26.1%	28.0%
财务费用	67	69	45	42	60	93
% 销售收入	-3.9%	-3.1%	-1.6%	-1.2%	-1.4%	-1.8%
资产减值损失	-12	-11	-28	-30	0	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	26	35	45	55
% 税前利润	0.0%	0.4%	2.9%	3.1%	3.0%	2.9%
营业利润	514	617	725	931	1,235	1,602
营业利润率	29.8%	27.5%	26.2%	26.2%	28.5%	30.6%
营业外收支	153	159	181	217	256	302
税前利润	667	775	905	1,147	1,491	1,904
利润率	38.7%	34.6%	32.7%	32.3%	34.4%	36.4%
所得税	-98	-85	-71	-103	-149	-209
所得税率	14.7%	11.0%	7.9%	9.0%	10.0%	11.0%
净利润	569	690	834	1,044	1,342	1,694
少数股东损益	9	24	25	40	48	63
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>560</b>	<b>666</b>	<b>809</b>	<b>1,004</b>	<b>1,294</b>	<b>1,631</b>
净利率	32.5%	29.7%	29.2%	28.3%	29.9%	31.2%
				24%	29%	26%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	569	690	834	1,044	1,342	1,694
少数股东损益	0	0	0	40	48	63
非现金支出	43	54	78	30	0	13
非经营收益	-81	-83	-106	-252	-301	-357
营运资金变动	-79	-137	-5	-1,090	223	-483
<b>经营活动现金净流</b>	<b>452</b>	<b>524</b>	<b>802</b>	<b>-227</b>	<b>1,312</b>	<b>931</b>
资本开支	71	127	207	-408	-214	-287
投资	-98	-403	-988	0	0	0
其他	-11	450	419	35	45	55
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-181</b>	<b>-80</b>	<b>-776</b>	<b>443</b>	<b>259</b>	<b>342</b>
股权募资	21	77	190	0	0	0
债权募资	0	0	-5	0	0	0
其他	-226	-385	-338	0	-398	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-205</b>	<b>-308</b>	<b>-153</b>	<b>0</b>	<b>-398</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>67</b>	<b>137</b>	<b>-127</b>	<b>216</b>	<b>1,173</b>	<b>1,272</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,100	1,836	1,408	1,583	2,709	3,918
应收款项	784	1,216	1,385	1,632	1,815	2,212
存货	322	439	576	637	561	661
其他流动资产	85	498	1,305	1,344	1,356	1,368
流动资产	3,292	3,989	4,674	5,196	6,441	8,159
% 总资产	86.7%	85.4%	78.6%	82.8%	85.1%	87.8%
长期投资	0	4	3	3	3	3
固定资产	297	455	595	683	733	756
% 总资产	7.8%	9.7%	10.0%	10.9%	9.7%	8.1%
无形资产	175	162	462	183	175	167
非流动资产	503	683	1,273	1,082	1,124	1,139
% 总资产	13.3%	14.6%	21.4%	17.2%	14.9%	12.2%
<b>资产总计</b>	<b>3,795</b>	<b>4,671</b>	<b>5,947</b>	<b>6,278</b>	<b>7,565</b>	<b>9,298</b>
短期借款	0	0	2	2	2	2
应付款项	383	803	1,304	655	997	1,036
其他流动负债	145	172	269	603	206	206
流动负债	528	974	1,575	1,260	1,205	1,244
长期贷款	0	0	13	13	13	13
其他长期负债	34	51	69	69	69	69
<b>负债</b>	<b>562</b>	<b>1,025</b>	<b>1,657</b>	<b>1,342</b>	<b>1,287</b>	<b>1,325</b>
普通股股东权益	3,072	3,468	4,060	4,666	5,960	7,591
少数股东权益	162	178	230	270	318	381
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,795</b>	<b>4,671</b>	<b>5,947</b>	<b>6,278</b>	<b>7,565</b>	<b>9,298</b>

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	1.441	0.852	1.018	1.262	1.627	2.051
每股净资产 (元)	7.901	4.432	5.105	5.867	7.494	9.545
每股经营现金净流 (元)	1.163	0.670	1.008	-0.336	1.590	1.091
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	18.24%	19.21%	19.93%	21.52%	21.71%	21.49%
总资产收益率	14.76%	14.26%	13.61%	15.99%	17.11%	17.55%
投入资本收益率	34.54%	27.40%	21.69%	23.91%	28.41%	32.12%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	44.64%	29.94%	23.54%	28.28%	21.92%	20.82%
EBIT增长率	77.96%	21.12%	22.56%	29.76%	27.85%	29.79%
净利润增长率	76.39%	18.94%	21.46%	24.06%	28.89%	26.07%
总资产增长率	27.64%	23.08%	27.30%	5.58%	20.49%	22.91%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	59.5	70.5	86.3	80.0	65.7	66.8
存货周转天数	107.3	124.6	129.9	125.0	91.3	91.3
应付账款周转天数	98.5	107.2	112.4	109.5	127.8	116.8
固定资产周转天数	43.2	34.6	53.5	65.3	59.7	53.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-64.95%	-50.35%	-32.46%	-31.77%	-42.91%	-48.96%
EBIT利息保障倍数	-6.9	-8.0	-15.2	-21.1	-18.8	-15.8
资产负债率	14.80%	21.95%	27.86%	21.37%	17.01%	14.26%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。